

Tilburg University

Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen

van der Elst, C.F.; Baeten, X.

Published in:
Financiële regulering in de kering

Publication date:
2012

Document Version
Peer reviewed version

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
van der Elst, C. F., & Baeten, X. (2012). Bezoldiging van de CEO en de leiding van Belgische vennootschappen. In Instituut Financieel Recht (Ed.), *Financiële regulering in de kering* (pp. 709-736). Intersentia.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

BEZOLDIGING VAN DE CEO EN DE LEIDING VAN BELGISCHE VENNOOTSCHAPPEN

Christoph VAN DER ELST
*Professor Business Law and Economics,
Universiteit van Tilburg en Universiteit Gent*

Xavier BAETEN
Head Vlerick Reward Centre, Vlerick Leuven Gent Management School

INLEIDING

Op het ogenblik van dit schrijven beslist een werkgroep van het Vlaamse parlement om de vergoeding van de parlementsvoorzitter naar beneden bij te stellen en de uittredingsvergoeding voor parlementsleden die zelf opstappen af te schaffen. In Netto, de bijlage bij de Tijd van 24 september 2011 kwamen we te weten dat de Belg gemiddeld 2784 euro bruto per maand verdient waarbij rekening is gehouden met de koopkrachtindex. Hij moet hierbij de Britse, Nederlandse, Deense en Duitse werknemer laten voorgaan. Als starter ben je het beste af met een diploma geneeskunde en ruim de helft van de werknemers heeft een hospitalisatieverzekering, een forfaitaire kostenvergoeding, een aanvullend pensioen of groepsverzekering en maaltijdcheques. Het salariskompas van Vacature en de loonwijzer van Jobat geven je de mogelijkheid om te toetsen of jouw loon overeenstemt met datgene van collega's. Ondertussen kregen in de publieke opinie de bestuurders van Dexia en de Gemeentelijke Holding er stevig van langs omdat vele Belgen van oordeel zijn dat er (opnieuw) veel betaald is voor falen en stortte de voorzitter van de raad van bestuur van Dexia zijn bezoldiging 2011 terug.

Het moge duidelijk zijn. Bezoldiging is een thema waarover het laatste woord nog niet is gezegd. Ook de bezoldiging van topmanagers ligt onder vuur. De graaicultuur zou ongebreidelde vormen hebben aangenomen

Het valt hierbij op dat over de remuneratie van de "executives" van Belgische vennootschappen relatief weinig informatie beschikbaar is, terwijl vaak gedetail-

leerd cijfermateriaal voorhanden is over de bezoldigingen van toplui in andere landen.¹ Terwijl in de Verenigde Staten websites bestaan waar de vergoeding van iedere CEO kan worden teruggevonden², moeten wij ons behelpen met een beknopt jaarlijks rapport in *De Tijd* met de vergoedingen van de CEO's en de voorzitters van de Bel-20 bedrijven.³ Enige jaren geleden vonden wij in een studie dat slechts de helft van de vennootschappen informatie ontsluit over de vergoeding van het leidinggevend comité.⁴ De mediaanvergoeding van een dergelijk lid bedroeg in 2004 366.000 euro. Uiteraard dient de geringe ontsluiting van informatie over de bezoldiging in het perspectief te worden geplaatst van de regulering ter zake. Behoudens zeer algemene informatieverplichtingen in de toelichting tot de jaarrekening en een enkele aanbeveling over de ontsluiting in de "oude" corporate governance codes⁵ berustte de openbaarmaking van de bezoldiging op de bereidheid van vennootschappen om ter zake inzicht te verstrekken.

Deze bijdrage heeft tot doel die bezoldigingen in perspectief te plaatsen. Het onderzoek maakt gebruik van de jaarverslagen 2011 over het boekjaar 2010. Dergelijk onderzoek naar de bezoldiging van de uitvoerende leiding van de vennootschap kan verschillende vormen aannemen. In de eerste plaats is de financiële pers hoofdzakelijk geïnteresseerd in de absolute omvang van de bedragen die vennootschap uitkeert aan zijn leiders, liefst met alle saillante details omtrent het basisbedrag, de korte termijn bonus, de lange termijn prikkels, de pensioenkosten en de andere voordelen. In een human resource perspectief krijgt het bezoldigingsbeleid een grote aandacht: op welke wijze geeft de onderneming de bedrijfsleiding prikkelt om optimaal te presteren. Deugdelijk ondernemingsbestuur richt zijn pijlen op de transparantie van de bezoldiging en de naleving van de richtlijnen die de corporate governance codes over bezoldigingen bevatten. In deze bijdrage belichten wij twee bezoldigingsaspecten: de transparantie en de omvang van de vergoedingen.

Deze bijdrage start met een overzicht van de gebruikelijke componenten van een bezoldigingspakket. De samenstelling van een Belgisch (chief) executive pakket wordt getoetst aan de Europese gemiddelden. Vervolgens gaan we nader in op de omvang en samenstelling van de vergoedingen van de uitvoerende topmanagers

¹ Voor een voorbeeld over de vergoedingen van Britse vennootschappen, zie KPMG, *KPMG's Guide to Executive Remuneration 2010*, 2010, 71 p.

² Zie www.aflcio.org/corporatewatch/paywatch/index.cfm (laatst bezocht op 15 oktober 2011).

³ Zie voor de vergoeding over 2010 *de Tijd* van zaterdag 9 april 2011.

⁴ C. VAN DER ELST, "Corporate governance of the snijvlak tussen wetgeving en aanbeveling: een praktijkstudie", *Maandschrift Accountancy & Bedrijfskunde*, 2006/1, 11-24.

⁵ Zie bv. Aanbeveling 3.1. van de Brusselse Beurs (1998) die vennootschappen verzocht om de totale vergoeding, uitgesplitst naar vaste en variabele vergoeding, van het management openbaar te maken alsook de principes die gehanteerd werden om het variabel deel van de vergoeding te bepalen.

bij beursgenoteerde vennootschappen. Naast de vergoeding van de CEO komt ook de bezoldiging van een lid van het leidinggevend comité aan bod. Het onderzoek start voor ieder deel met een analyse van de transparantie van de vergoedingen. Vervolgens komen de onderscheiden delen van het bezoldigingspakket in absolute bedragen en relatieve verhoudingen aan bod. De toekenning van aandelen(opties) wordt eveneens toegelicht. Voor de CEO zetten we de resultaten af tegen de gegevens van voor de start van de financiële crisis. Tenslotte gaan we voor de leden van het leidinggevende comité na of het juridisch onderscheid tussen een directiecomité en een management comité ook gevolgen heeft voor de vergoeding van de leden. De laatste paragraaf evalueert de bevindingen.

Het onderzoek sluit ook aan bij de recente studies van de FSMA enerzijds en Guberna/Vbo anderzijds doch behandelt andere aspecten. In de laatst gemelde studie onderzoeken het Guberna en het VBO de naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2009 bij de Bel 20 vennootschappen.⁶ Zij komen tot de vaststelling dat de vergoeding van het uitvoerend management in alle jaarverslagen is terug te vinden, weliswaar niet steeds in het door de Code gewenste format. Wat de aandelengerelateerde vergoeding betreft ligt de naleving lager. De studie van de FSMA gaat uitvoerig in op de inhoud van het remuneratieverslag. Wat de publicatie van de bezoldiging van de CEO betreft komt de FSMA tot de bevinding dat 70% van beursgenoteerde vennootschappen de Code terzake naleeft terwijl 25% van de vennootschappen enige doch niet de gevraagde informatie vrijgeeft. Wat de aandelengerelateerde vergoeding betreft, zijn de resultaten minder bevredigend. Slechts de helft van vennootschappen verstrekt de gewenste informatie. Over de (toekenning van) aandelenopties zijn de vennootschappen transparanter: 81% geeft hierover informatie.⁷

I. SAMENSTELLING VAN HET “TOP” REMUNERATIEPAKKET IN EUROPEES PERSPECTIEF

“Pay watching” is reeds enige tijd in Europa ingeburgerd. Grote dienstverleners zoals Towers Watson en HayGroup publiceren op regelmatige tijdstippen overzichten van de samenstelling van een remuneratiepakket van hogere executives. Figuur 1 vat een aantal resultaten samen. Terwijl in de Verenigde Staten aandelengerelateerde verloning een zeer belangrijk deel uitmaakt van het geheel (zelfs

⁶ GUBERNA en VBO, *Onderzoek naar de naleving van de Belgische Corporate Governance Code 2009 bij de BEL 20 ondernemingen*, oktober 2011, p. 29.

⁷ FSMA, *De eerste verklaringen inzake deugdelijk bestuur: opvolgingsstudie van Studie nr. 38*, september 2010, pp. 16-30.

de meerderheid)⁸ is een vergoedingspakket in Europese vennootschappen evenwichtiger verdeeld tussen enerzijds een vaste vergoeding, korte termijn bonus en lange termijn ‘incentives’. Volgens de bevindingen van deze grote “Pay consultants” bestond in 2009 de vergoeding van een Belgische “executive” nog in hoofdzaak uit een vaste vergoeding en in veel mindere mate uit een bonus en lange termijn vergoeding, hoewel hier belangrijke verschillen kunnen worden vastgesteld afhankelijk van de grootte van de onderneming en de beursindex waartoe het behoort. Enkel Nederland was ter zake met België vergelijkbaar. In de andere onze omliggende landen bestond de vergoeding voor een veel groter gedeelte uit variabele vergoeding. In 2010 was dit “onevenwicht” in België weg-gewerkt. Het typisch 2010 vergoedingspakket sluit aan bij de Europese gemiddelden met een evenwicht tussen cash, winstdeling en lange termijn vergoeding.

Figuur 1: Relatieve samenstelling van een “executive” vergoedingspakket

2009	Cash	Bonus	Long term	2010	Cash	Bonus	Long term
USA	23%	17%	60%	Europe 2010	40%	35%	25%
Germany	39%	47%	14%	Germany	31%	39%	30%
UK	40%	38%	22%	UK	24%	32%	44%
France	44%	25%	31%	France	34%	29%	37%
Netherlands	51%	28%	21%	Netherlands	47%	24%	29%
Belgium	52%	26%	22%	Belgium	37%	33%	30%
				Europe 2011	34%	31%	34%

Bron: 2009: Watson Wyatt (nu Towers Watson); 2010 en 2011 HayGroup

II. DE BEZOLDIGING VAN DE LEIDING VAN BELGISCHE BEURGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN

§ 1. INLEIDING

De steekproef van ons onderzoek bestaat uit alle vennootschappen die in september 2011 deel uitmaken van de Bel 20, de Bel mid en de Bel small. De Bel 20 telt 20, de Bel mid 32 en de Bel small 35 vennootschappen (Bijlage 1). Een aantal

⁸ Zie voor een gedetailleerde analyse van de ontwikkeling van het remuneratiepakket van executives in de VS bv. C. FRIEDMAN en D. JENTER, *CEO Compensation*, CESifo working paper nr. 3277, december 2010, 43 p. (www.CESifo-group.org/wp).

vennootschappen hebben wij uit de analyse verwijderd. De Nationale Bank van België is omwille van zijn bijzondere organisatiestructuur niet geschikt als vergelijkingsbasis. Daarnaast maken twee buitenlandse vennootschappen deel uit van deze indexen: GDFSuez en RTLGroup. Ook deze vennootschappen werden niet weerhouden in onze steekproef omdat het remuneratiebeleid niet (noodzakelijk) aangestuurd wordt vanuit de Belgische praktijk. Tot slot sloten wij ook de commanditaire vennootschappen uit. De zaakvoerder van deze vennootschappen bestaat in alle gevallen uit een naamloze vennootschap met een raad van bestuur maar de bezoldiging van de (uitvoerende) leden van de raad ligt juridisch volledig buiten de bevoegdheid van de algemene vergadering (en de aandeelhouders) van de genoteerde commanditaire vennootschappen. De vennootschappen die tot deze groep behoren zijn Leasinvest, Wereldhave, Montea, WDP, Befimmo, Quest for Growth. Het aantal vennootschappen in de steekproef is derhalve 78.

§ 2. TRANSPARANTIE VAN DE BEZOLDIGING VAN DE 'CHIEF EXECUTIVE OFFICER'

Luidens artikel 96, § 3, lid 2, 6° en 7° W.Venn. moet het remuneratieverslag van beursgenoteerde vennootschappen afzonderlijk voor de 'Chief Executive Officer' (CEO) en de overige leden van het leidinggevende comité melding maken van

- het basissalaris;
- de variabele remuneratie;
- pensioenrechten;
- overige bezoldigingscomponenten.

Verder moeten ook de acquisitie van aandelen, aandelenopties en andere rechten om aandelen te verwerven worden besproken. Deze benadering stemt overeen met deze die in de Belgische Code Corporate Governance 2009 wordt gevolgd. In dit onderzoek hebben wij de door de wetgever en Code ontwikkelde transparantieverplichtingen weerhouden.

Hoewel het Wetboek van vennootschappen het begrip CEO formeel niet kent en het heeft over de "hoofdvertegenwoordiger", blijken bijna alle vennootschappen hun CEO, of in een enkel geval verschillende CEO's in het jaarverslag te hebben geïdentificeerd.

Onderzoek van de remuneratieverslagen 2010 toont onmiddellijk aan dat inzake transparantie de laatste jaren aanzienlijke vooruitgang is geboekt. Slechts één kleine en één middelgrote vennootschap verstrekt uitsluitend informatie over de omvang van bestuurdersbezoldigingen en geen informatie over de vergoeding

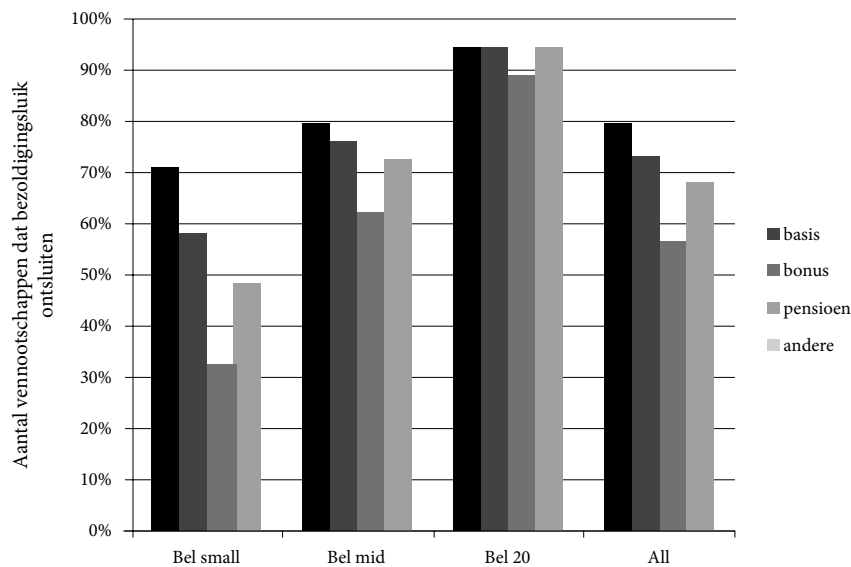
aan de CEO en/of ondernemingsleiding. Een middelgrote onderneming geeft een totaalbedrag aan “consultancy fees and expenses” die aan managementvennootschappen is betaald. Evenwel bestaat het managementcomité ook uit andere leden. Over de vergoeding van deze natuurlijke personen is niets openbaar gemaakt. Ook deze vennootschap is uit de steekproef geweerd. De uitsluiting van deze drie vennootschappen betekent niet dat eenvoudig en eenduidig de totale vergoeding van de betrokken leiding van de andere vennootschappen transparant is gemaakt.

Figuur 2 verstrekt inzicht in de transparantie van de onderscheiden delen in het vergoedingspakket, zoals onderverdeeld in de wet van 6 april 2010 en de corporate governance code. Slechts wanneer het remuneratieverslag expliciet de omvang van de bezoldiging vermeldt, is deze terug te vinden in deze figuur. Dit houdt in dat verslagen die geen informatie verstrekken over één of meer onderdelen van de vergoeding, wellicht omdat de leiding binnen dit luik geen vergoeding ontvangt, niet zijn meegeteld. Immers is niet vast te stellen of er geen vergoeding is betaald dan wel deze remuneratie niet is vermeld. Het verslag is slechts volkomen transparant wanneer de vennootschap meldt dat er geen vergoeding is betaald dan wel expliciet meldt dat naast de openbaargemaakte sommen geen enkele andere vergoeding is uitgekeerd.

Informatie over de (vaste) basisvergoeding is in bijna 80% van alle remuneratieverslagen terug te vinden. Bij Bel 20 vennootschappen is dit voor alle vennootschappen met uitzondering van Colruyt het geval. Colruyt meldt enkel het totale bedrag voor de gehele directie maar stelt in het meest recente jaarverslag 2010-2011 dat zij voortaan in overeenstemming met de wet de nodige uitsplitsingen zal maken. Kleinere vennootschappen zijn minder vrijgevig met informatie. Slechts 70% van deze vennootschappen openbaart de basisvergoeding van de CEO.

De andere vormen van vergoeding zijn minder vaak het voorwerp van openbaarmaking. Waar nog ongeveer 3 op 4 vennootschappen de (korte termijn) bonus melden, is dit voor pensioenrechten maar in iets meer dan de helft van de remuneratieverslagen het geval. Over andere vergoedingen – de zogenaamde ‘fringe benefits’ – geven ongeveer 2/3 van de vennootschappen het bedrag dat hiermee gemoeid is. Ook voor deze vergoedingsvormen is de transparantie het grootst bij de Bel 20 vennootschappen en het kleinst bij de Bel small. Bij deze laatste groep geeft slechts 1 op 3 vennootschappen expliciet de bedragen die zij uitgeven aan pensioen(rechten) voor hun leidinggevend orgaan.

Figuur 2: Openbaarmaking van bezoldigingspakket van de CEO



Sommige vennootschappen splitsen de gegevens over de vergoeding van de leiding niet op tussen de CEO enerzijds en de overige leden van het leidinggevend comité anderzijds. De geglobaliseerde gegevens komen onder aan bod bij de bespreking van de transparantie over en omvang van de vergoeding van (de overige leden van) het leidinggevende comité.

§ 3. VERGOEDINGSPAKKETTEN VAN DE CEO VAN BELGISCHE BEURGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN

A. Methodologische noot

Voor benchmarking en het aantrekken van goede leidinggevendenden maar ook het beoordelen van deze leidinggevendenden is het van groot belang om inzicht te verkrijgen in de omvang van de remuneratiepakketten. Gezien de geringere openbaarmaking van een aantal onderdelen van dit bezoldigingspakket, is het bijzonder moeilijk de gegevens op een gedegen wijze te aggregeren.

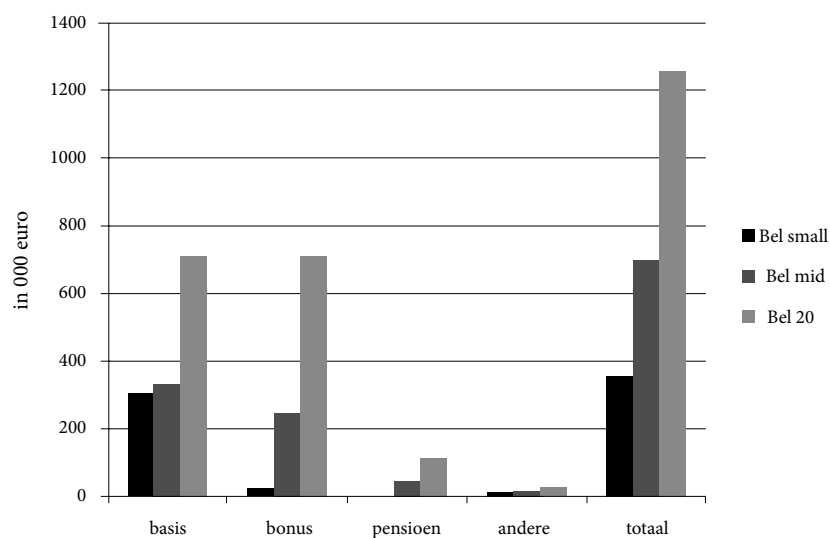
Methodologisch gingen wij als volgt te werk. Voor iedere categorie van het bezoldigingspakket werd de mediaanwaarde en het gemiddelde berekend van deze vennootschappen die dit deel van de remuneratie expliciet ontsluiten. Dit heeft tot gevolg dat bepaalde mediaanwaarden en gemiddelden werden berekend op basis van een beperkte steekproef: slechts 1/3 van de small cap vennootschappen meldt expliciet het bedrag dat de CEO ontving als pensioenrechten.

Vervolgens werd voor de totale vergoeding uitgegaan van de veronderstelling dat wanneer de vennootschap één of meer categorieën van het bezoldigingspakket ontsluit doch niet allen, voor deze onderdelen de CEO geen vergoeding ontving. Deze benadering heeft tot gevolg dat de totale vergoeding van de CEO gebaseerd is op bijna alle vennootschappen doch niet noodzakelijk met alle onderdelen van het remuneratiepakket rekening houdt. Ook is de som van de onderscheiden onderdelen van het bezoldigingspakket niet gelijk aan het totaalbedrag, doch steeds groter dan het totaalbedrag zoals dit in de laatste kolom van onderstaande figuren is terug te vinden. Dit heeft een doorwerking op de presentatie van de relatieve verhouding van de onderscheiden bezoldigingselementen omdat de samenstelling van de steekproef voor ieder van deze elementen verschillend is.

B. Omvang en samenstelling van het basisremuneratiepakket van de CEO

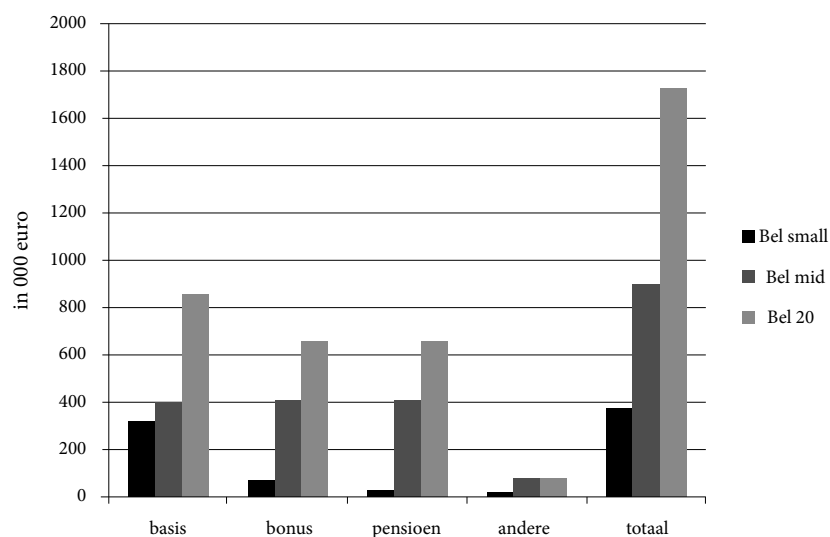
Figuur 3 vat de mediaanbedragen voor de onderscheiden delen van het vergoedingspakket van de CEO van Bel 20, Bel mid en Bel small vennootschappen samen (exclusief optie- en aandelengerelateerde vergoedingen). Een Bel 20 vennootschap betaalt de mediaan CEO een basisvergoeding van 712.000 euro, ruim het dubbele van een Bel mid en Bel small vennootschap. Het verschil in basisbedrag tussen een CEO van een kleine of een middelgrote Belgische genoteerde vennootschap is bescheiden. De mediaan CEO-bezoldiging van deze categorieën vennootschappen bedraagt 331.000 euro voor een Bel mid CEO en 306.000 euro voor een Bel small CEO. Het onderscheid tussen beide categorieën van vennootschappen zit, wat de vergoeding van de CEO betreft, in de korte termijn bonus. Bij een mediaan Bel mid vennootschap bedraagt deze bonus ruim 250.000 euro, terwijl een CEO van een kleine Bel small vennootschap slechts 26.000 euro ontvangt. Dit geringe bedrag is het gevolg van een groter aantal kleine vennootschappen die de CEO geen bonus uitkeert. Het verschil met de mediaanbonus van een Bel 20 vennootschap is aanzienlijk. Deze CEO verwierf in 2010 bijna 540.000 euro aan bonus. Ook de pensioenbijdragen die de vennootschap opzij zet voor een CEO lopen aanzienlijk uit elkaar. De meeste CEO van kleine vennootschappen verwerven geen pensioenrechten, voor een Bel mid bedrijf benadert de bijdrage 50.000 euro terwijl een CEO van een Bel 20 vennootschap op 115.000 euro kan rekenen. 'Fringe benefits' zijn minder verschillend en bedragen 15.000 tot 30.000 euro.

Figuur 3: Mediaanbedrag van het basisremuneratiepakket van de CEO



De sommatie van de onderscheiden delen van het vergoedingspakket resulteert in een vergoeding van ruim 1,25 miljoen euro voor de CEO van een Bel 20 vennootschap, net geen 700.000 euro voor een Bel mid onderneming en 356.000 euro voor de mediaan CEO van een Bel small vennootschap.

Figuur 4: Gemiddelde bedragen van het basisremuneratiepakket van de CEO



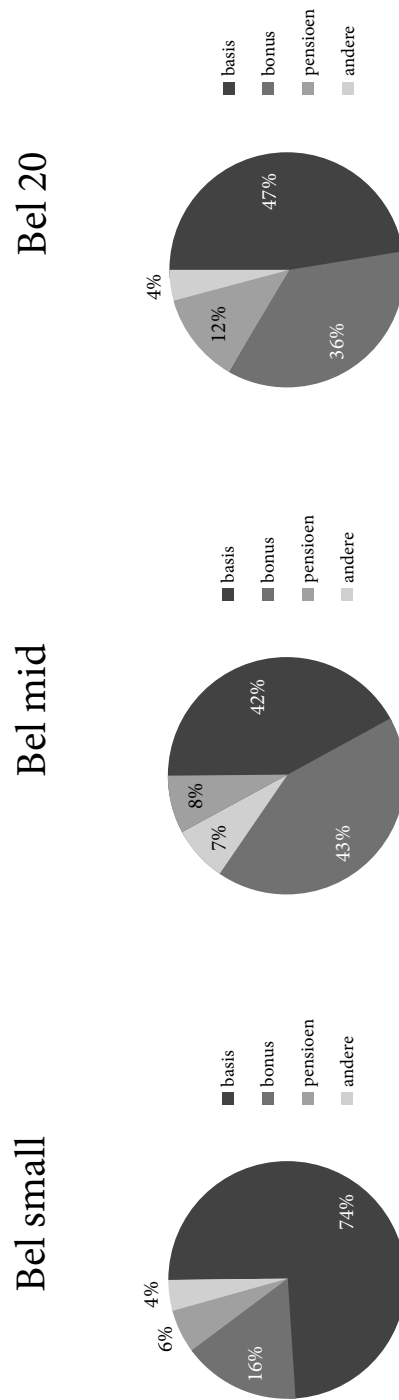
Een aantal vennootschappen van iedere categorie vennootschappen betaalt zijn CEO aanzienlijk meer. Dit heeft tot gevolg dat de gemiddelde vergoedingen aanzienlijk hoger liggen dan de mediaanwaarden (figuur 4). De verschillen worden groter met de omvang van de vennootschap. Zo bedraagt de gemiddelde pensioenvergoeding van een CEO van een Bel 20 vennootschap bijna het dubbele van de mediaanwaarde en beloopt de totale vergoeding meer dan 1,7 miljoen euro. Bij de Bel small vennootschappen is de gemiddelde totale vergoeding slechts 5 procent meer dan de mediaanvergoeding.

C. *Relatieve bedragen*

Grote vennootschappen laten de vergoeding van hun CEO's meer afhangen van ondernemingsresultaten dan kleinere vennootschappen. Dit volgt uit figuur 5. In deze figuur werden de onderscheiden mediaanwaarden in relatieve verhoudingen geplaatst. Deze figuur geeft aan hoe de onderscheiden onderdelen van het bezoldigingspakket – exclusief de aandelen(optie)gerelateerde vergoeding – zich tot uit elkaar verhouden. Bij de kleine bedrijven beloopt het vaste deel van de bezoldiging bijna $\frac{3}{4}$ van de totale bezoldiging, terwijl dit bij de andere categorieën bedrijven minder dan de helft is. In Bel 20 bedrijven bedraagt de variabele korte termijn vergoeding meer dan één derde van de totale vergoeding en de vaste vergoeding bijna de helft. Opmerkelijk is de relatief grotere variabele vergoeding bij de Bel mid vennootschappen. In deze categorie is de mediaan van de vaste vergoeding ongeveer even hoog als de mediaan van de bonus. De Bel 20 vennootschappen spenderen relatief en absoluut het meest aan pensioenrechten voor hun CEO, ruim 12 procent, bijna het dubbele van de relatieve bedragen die de andere twee categorieën betalen.

Het verdient vermelding dat de analyse van de relatieve verhoudingen van de onderdelen van de vergoeding van de CEO met de nodige omzichtigheid dient te geschieden. Wanneer de mediaanwaarde van de individuele relatieve verhoudingen van de vergoedingen wordt gehanteerd, nemen de basisvergoedingen binnen de onderscheiden categorieën vennootschappen toe tot 87% voor de Bel small, 58% voor de Bel mid en 52% voor de Bel 20 vennootschappen. Deze resultaten liggen meer in de lijn van de verwachting dat grotere vennootschappen de CEO meer sturen op resultaten.

Figuur 5: Relatieve samenstelling van het bezoldigingspakket van de CEO (exclusief optie- en aandelengerelateerde vergoedingen)



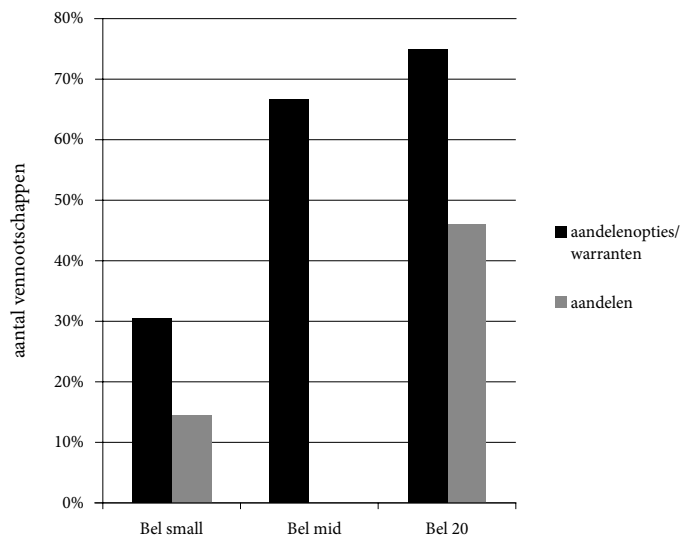
D. Langetermijnvergoedingen

Naast de boven vermelde vergoedingen krijgen vele CEO's ook prestatiegerelateerde vergoedingen op lange termijn toegewezen. Deze vergoedingen nemen meestal de vorm aan aandelenopties en/of warranten enerzijds en aandelen anderzijds. Tussen beide vergoedingsvormen zijn niet alleen fiscaal belangrijke verschillen vast te stellen. De waarde van de optie zal afhangen van het verschil tussen beurskoers en de uitoefenprijs van de optie binnen de periode tijdens dewelke de optie kan worden gelicht. Wanneer de uitoefenprijs de beurskoers overstijgt heeft deze calloptie geen waarde. Aandelen worden eveneens vaak (conditioneel) toegekend. Onder meer de vereiste om nog gedurende bepaalde periode in dienst te zijn van de vennootschap komt vaak voor. Anders dan bij opties verliest een aandeel nooit zijn volledige waarde. Hieruit volgen verschillende prikkels voor de CEO.

Figuur 6 toont aan dat grotere vennootschappen vaker opties op aandelen en aandelen toekennen aan hun CEO. Terwijl de toekenning bij kleine vennootschappen geschiedt in minder dan 1/3 van de vennootschappen kennen Bel 20 vennootschappen in ruim $\frac{3}{4}$ van de gevallen opties toe. Ook Bel mid vennootschappen zijn met aandelenopties vertrouwd.

Het conditioneel toewijzen van aandelen is (nog) geen gebruik bij kleine vennootschappen doch bij Bel 20 vennootschappen genieten bijna de helft van de CEO's van aandelenplannen. Bel mid vennootschappen ontsluiten onvoldoende informatie over aandelenplannen om hierover te rapporteren. Er bestaan plannen, doch het lijkt erop dat dit nog geen ingeburgerde praktijk is. Algemeen kan ook gesteld worden dat optieplannen vaker gebruikt worden dan aandelenplannen.

Figuur 6: Toekenning van aandelen of aandelengerelateerde vergoeding aan de CEO

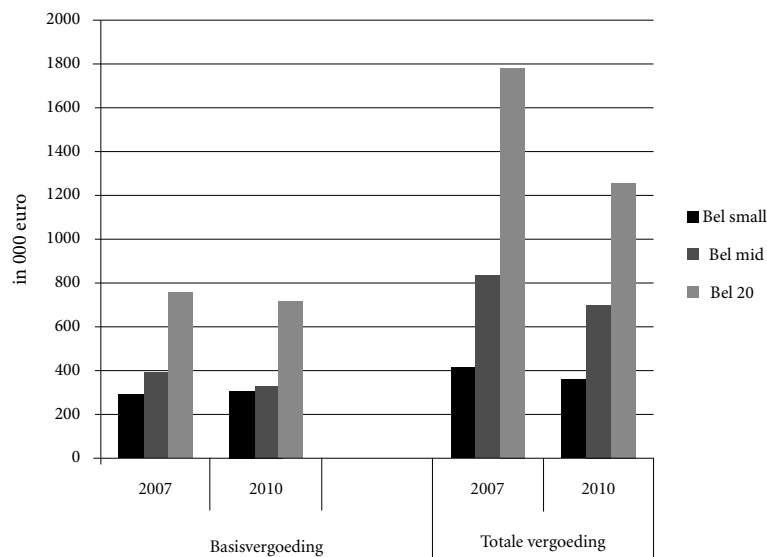


E. Vergelijking met 2007

Tot slot onderzochten wij voor de CEO ook hoe zijn vergoeding evolueerde sinds de start van de financiële crisis. Voor 2007 beschikken wij over analoge gegevens voor de basisvergoeding en de totale remuneratie (figuur 7). De mediaan van de basisvergoeding liep terug bij de Bel 20 en Bel mid vennootschappen doch nam verder toe bij de Bel small vennootschappen. Deze laatste categorie betaalde bijna 8% meer aan haar CEO, ten belope van 306.000 euro. De daling van de basisvergoeding is het grootst bij de Bel mid vennootschappen. Het mediaanbedrag liep terug van 386.000 euro tot 331.000 euro.

De mediaan van de totale remuneratie liep voor alle categorieën vennootschappen terug. In absolute bedragen is vast te stellen dat de terugval het grootst is bij de Bel 20 vennootschappen. De CEO van een Bel 20 vennootschap zag zijn totale vergoeding met bijna 30% inkrimpen, van 1,784 miljoen euro tot 1,257 miljoen euro. Bij de Bel mid en Bel small vennootschappen bedroeg de daling ongeveer 15%. Hierdoor is het verschil tussen de CEO's van de onderscheiden categorieën lichtjes afgenomen maar over het algemeen kan worden gesteld dat de CEO van een Bel small vennootschap ongeveer de helft verdient van de CEO van een Bel mid vennootschap die op zijn beurt iets meer dan de helft verdient van de CEO van een Bel 20 vennootschap.

Figuur 7: Vergelijking van de vergoeding van de CEO in 2007 en 2010



§ 4. BEZOLDIGING VAN DE ANDERE LEIDERS

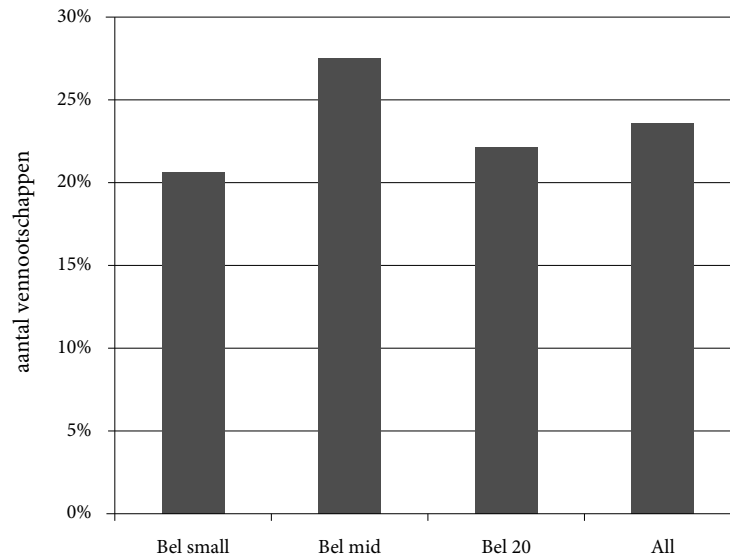
Ons onderzoek strekte zich niet alleen uit tot de (transparantie van de) vergoeding van de CEO doch ook van deze van de overige leden van het uitvoerend comité. Onderstaande paragrafen gaan eerst in op de juridische structuur van de Belgische genoteerde vennootschappen. Vervolgens komt de transparantie van de vergoedingen van dit leidinggevend orgaan aan bod. Tot bespreken wij de omvang van de vergoeding van een lid van de leiding.

A. *Juridische structuur van de leiding van de vennootschap*

Een eerste vraag betreft de identificatie van de “uitvoerende leiding” van de vennootschap. Belgische vennootschappen kennen immers uiteenlopende bestuursstructuren. Sinds 2002 beschikt de naamloze vennootschap over de optie om een tweeledig bestuur in te richten met een directiecomité en een raad van bestuur. Aan het directiecomité worden alle bevoegdheden van de raad van bestuur “overgedragen” met uitzondering van het algemeen beleid van de vennootschap, het toezicht op het directiecomité en de door het Wetboek aan de raad van bestuur voorbehouden bevoegdheden. Aan het dagelijks bestuur wijzigt niets, ook niet wanneer een directiecomité is ingesteld. Vennootschappen die niet opteren voor een directiecomité richten andere vormen van beraadslaging in: een management comité, een uitvoerend comité, een steering comité of een andere managementvorm. Vrijwel steeds handelt het om teams die de “chief executive officer” bijstaan in zijn taak van dagelijks bestuur en uitvoerder van de bestuursbesluiten.

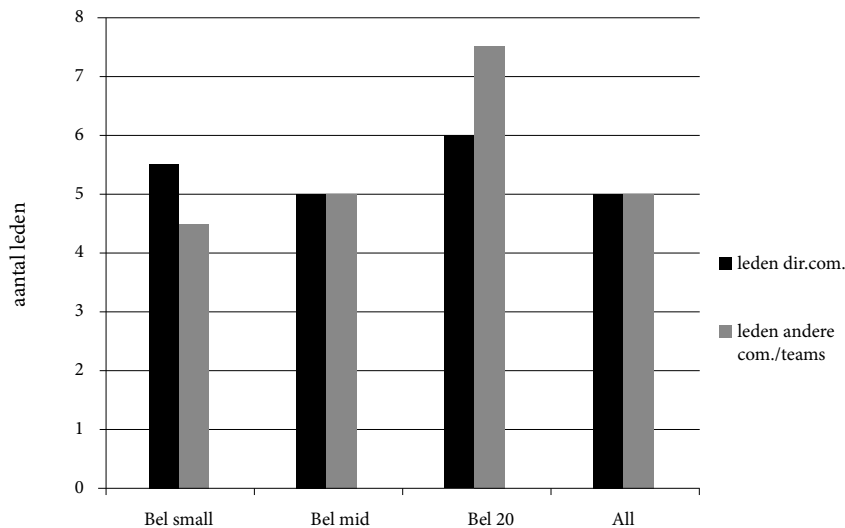
Figuur 8 duidt aan hoeveel vennootschappen gebruik maken van een directiecomité. Iets minder dan 1 vennootschap op 5 richtte het wettelijk orgaan van directiecomité in. Dit aantal ligt hoger dan in 2004 toen slechts tien procent van de genoteerde vennootschappen over dergelijk comité beschikte.⁹ Blijkbaar komt dergelijk onvolmaakt tweeledig bestuur toch tegemoet aan de behoeften van de praktijk. Voornamelijk middelgrote vennootschappen maken gebruik van een directiecomité om de vennootschap aan te sturen. De verschillen tussen de onderscheiden groepen van vennootschappen zijn evenwel niet significant.

⁹ C. VAN DER ELST, “Corporate Governance: een wettelijke (r)evolutie – De gevolgen van de wet ‘corporate governance’ op de organisatie van genoteerde vennootschappen”, *Tijdschrift voor Rechtspersoon en Vennootschap* 2004, 69-86.

Figuur 8: Inrichting van een directiecomité overeenkomstig artikel 524bis W.Venn.

Een uitvoerend team is gewoonlijk samengesteld uit vijf leden (Figuur 9). Bij de Bel-20 vennootschappen is dit iets meer. Bij deze vennootschappen zetelen 6 leden in het directiecomité en 7,5 leden in de overige comités (mediaanwaarden). Deze resultaten verbergen grote verschillen. Bij de directiecomités zetelen drie tot acht leden. Sommige vennootschappen werken met twee gedelegeerde bestuurders terwijl anderen managementteams samenstellen tot 25 leden. Dergelijk team staat de gedelegeerde bestuurder bij die belast is met het dagelijks bestuur. Dit heeft uiteraard een invloed op de ontsluiting van de vergoedingen van de leiding van de vennootschap. Bij grote comités mag worden verwacht dat de bezoldigingsspreiding tussen de onderscheiden leden aanzienlijk is.

Figuur 9: Omvang van de comités (mediaanwaarde)



Het verdient vermelding dat de openbaarmaking van de totale remuneratie van de andere leden dan de hoofdvertegenwoordiger “van de uitvoerende bestuurders, aan de voorzitter van het directiecomité, aan de hoofdvertegenwoordiger van de andere leiders of aan de hoofdvertegenwoordiger van de personen belast met het dagelijks bestuur” niet steeds diegene is die wordt uitgekeerd aan de overige leden van het comité doch soms ook op een grotere groep personen slaat en in een enkel geval op minder leden. Sommige vennootschappen breiden de doelgroep waarop het remuneratierapport slaat verder uit. Zo bestaat het executive comité van Bekaert uit vijf leden. Het remuneratierapport geeft inzicht in de totale remuneratie van deze leden samen met het “senior management”, in totaal (excl. de CEO) 22 leden. Dit is slechts toegelaten in de mate deze personen kunnen gekwalificeerd worden als andere leiders, dit zijn “de leden van elk comité waar de algemene leiding van de vennootschap wordt besproken”. De betrokken onderneming duidt aan dat zij op dit stuk van de corporate governance code afwijkt en zich vanaf het volgende boekjaar, wanneer de wettelijke verplichting geldt, het remuneratieverslag zal aanpassen. Bij Transics klinkt het dat de bezoldiging van het directiecomité wordt samengevoegd met zes leden van het senior management. De vennootschap meldt dat zij afwijkt van bepaling 7.14 van de Belgische Code Corporate Governance die een uitsplitsing vergt van de bezoldiging van de CEO en de overige leden van een uitvoerend comité. Het lijkt ons dat ook van bepaling 7.15 wordt afgeweken door de gezamenlijke vergoeding van de leden van het directiecomité en het senior management te melden. De nieuwe wettelijke bepaling van artikel 96, § 3, lid 2, 7° W.Venn. is op dit stuk duidelijker en vermeldt

expliciet de melding van de globale bezoldiging van de leden van het directiecomité.

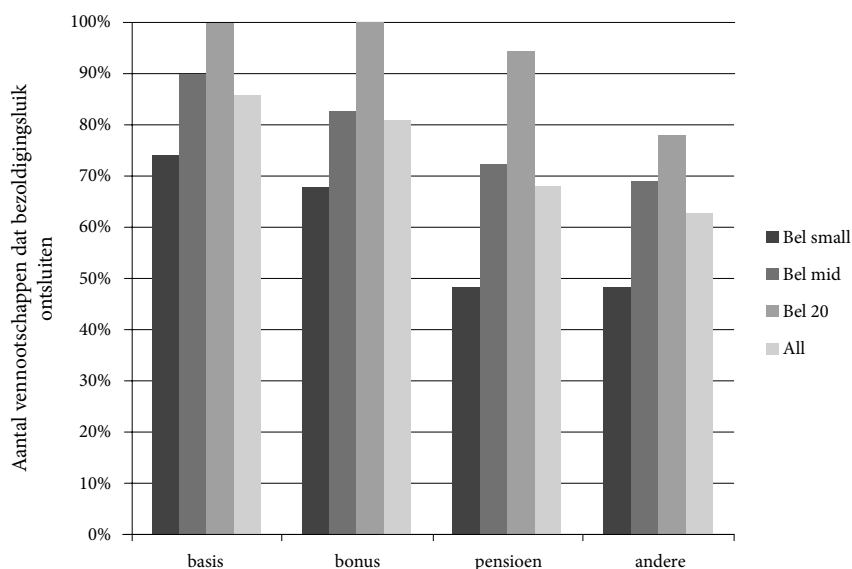
B. Methodologische noot

Zoals boven reeds geduid, vergen de wetgever – vanaf het remuneratierapport over 2011 – en de Belgische Corporate Governance Code de openbaarmaking van de bezoldiging van de leiding met een opsplitsing tussen de CEO en de overige leden van de leiding. Het vergelijken van de totale vergoeding van dit leidinggevend orgaan is weinig zinvol. Wij hebben geopteerd om de mediaanwaarde te ontsluiten van de gemiddelde vergoeding van één lid van de leiding vertrekkend vanuit de hypothese dat ieder lid hetzelfde zou verdienen. In een aantal gevallen ontsluit de vennootschap de bezoldiging van de CEO samen met de bezoldiging van de overige leden van de leiding. Hoewel wij er van uitgaan dat de bezoldiging van de CEO hoger ligt dan deze van de overige leden en derhalve het gemiddelde en de mediaan van deze vennootschappen hoger ligt, hebben wij deze vennootschappen in onze analyse behouden gezien het aantal vennootschappen (11 vennootschappen). Boven werd reeds toegelicht dat deze groep in bepaalde gevallen uit meer dan 20-personen bestaat. Het betreft één Bel 20 vennootschap waar naast de CEO de vergoeding van 22 managers werd gecumuleerd en één small cap waar de groep uit 24 leden bestaat. In het laatste geval werden de vergoeding van de leden van het ‘executive committee’ samengevoegd met deze van twee ‘managementteams’, in het eerste geval met deze van de ‘senior managers’. De gegevens van deze twee vennootschappen werden niet in onderstaande analyse meegenomen.

C. Transparantie van de bezoldiging van de leiding

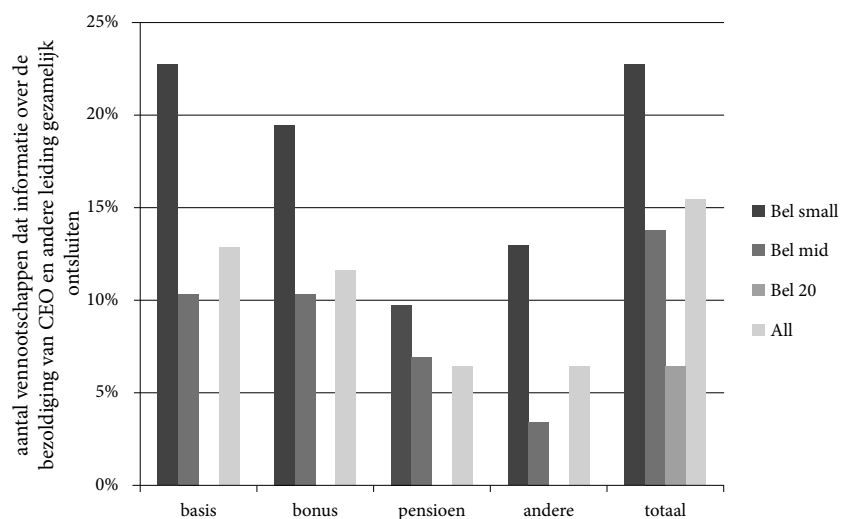
De informatieontsluiting over de vergoeding van de leden van de leiding is het grootst bij de Bel 20 vennootschappen. Deze vennootschappen verstrekken allen informatie over de basisvergoeding en de bonus en op één vennootschap na tevens de pensioenkost. Bij de Bel small vennootschappen ontsluit ongeveer 3 op 4 vennootschappen de basisvergoeding. Informatie over de pensioenkosten en de andere vergoedingen verstrekken slechts één kleine vennootschap op twee. De Bel mid vennootschappen zit inzake de transparantie van de vergoedingen tussen de Bel 20 en de Bel small vennootschappen in. Figuur 10 vat de bevindingen samen.

Figuur 10: Openbaarmaking van bezoldigingspakket van de leiding



Een aanzienlijk aantal vennootschappen ontsluit de vergoeding van de CEO en de leiding op geaggregeerde basis. Dit is het geval voor ongeveer één kleine vennootschap op vijf en één middelgrote vennootschap op tien. Ook Colruyt meldt op die wijze de totale vergoeding die haar 'directie' ontvangt (figuur 11).

Figuur 11: Openbaarmaking van bezoldigingspakket van CEO en leiding samen



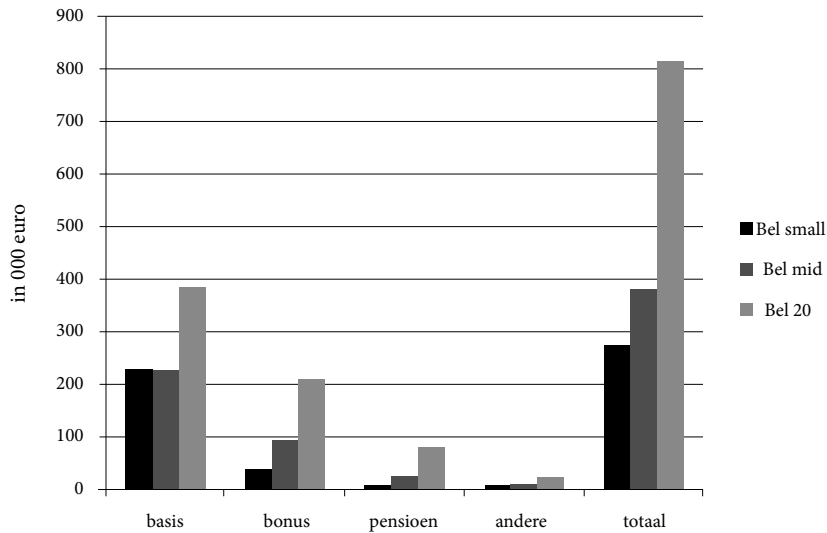
De mediaanwaarde alsook het gemiddelde werden eerst berekend op vennootschapsniveau en vervolgens werden het gemiddelde en de mediaanwaarde genomen van deze waarden op het niveau van de onderscheiden vennootschapscategorieën.

D. Omvang en samenstelling van het basisremuneratiepakket van een lid van de leiding

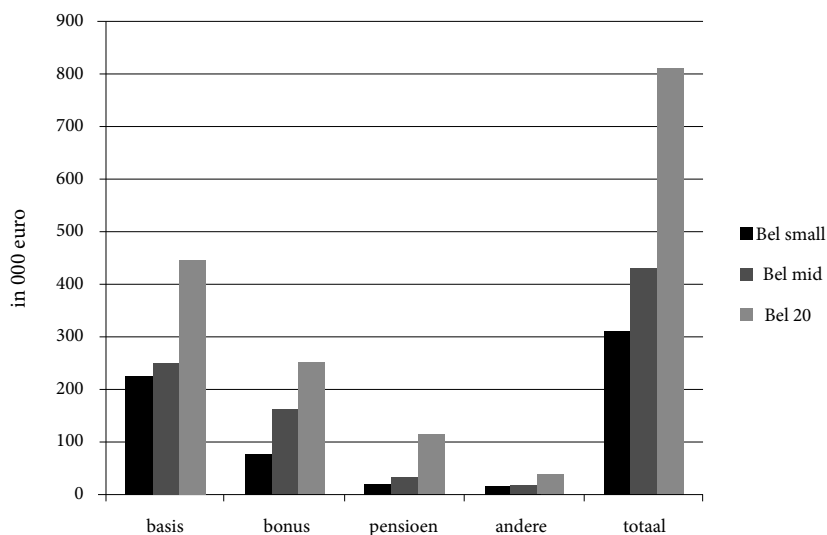
De vergoedingen van de andere leden van het leidinggevend comité liggen aanzienlijk lager dan deze van de CEO. Dit blijkt uit figuur 12. De mediaan van de basisvergoeding van de leden van het leidinggevend comité van de Bel small en Bel mid vennootschappen bedraagt voor allen ongeveer 225.000 euro (exclusief optie- en aandelengerelateerde vergoedingen). De bonus is met 95.000 euro ruim tweemaal zo hoog bij een Bel mid vennootschap en de pensioenbijdrage is met 27.000 euro zelfs driemaal zo hoog als deze van een Bel small vennootschap. De andere bezoldigingselementen zijn vrijwel identiek. De hogere bonus en hogere pensioenrechten resulteren in een mediaan bezoldiging van een leidinggevende in een Bel mid vennootschap die ruim 100.000 euro hoger ligt dan bij een Bel small vennootschap.

De vergoeding van de leden van het leidinggevend comité van een Bel 20 vennootschap ligt aanzienlijk hoger. De basisvergoeding ligt met 390.000 euro veel hoger dan de mediaanvergoeding bij de andere vennootschappen. De bonus en de overige vergoedingen zijn meer dan dubbel zo groot als deze van een Bel mid vennootschap, de pensioenrechten bedragen meer dan driemaal zoveel bij een leidinggevende van een Bel 20 vennootschap. Dit brengt de totale vergoeding van een lid van het leidinggevend comité op een mediaanbedrag van ruim 800.000 euro.

Het verbaast niet dat de vergoeding van deze leden aanzienlijk lager ligt dan deze van de CEO. Opmerkelijk is hierbij dat de mediaanbedragen van de bonus en de pensioenrechten van de leden van het leidinggevende comité van Bel small bedrijven hoger liggen dan deze van hun CEO.

Figuur 12: Mediaanbedrag van het basisremuneratiepakket van een lid van de leiding

Een ander verschilpunt met de vergoeding van de CEO betreft de “uitschieters”. Een aantal CEO’s verdiende in 2010 aanzienlijk meer waardoor de gemiddelde bedragen aanzienlijk boven de mediaanvergoedingen uitkwamen. Dit is niet het geval voor de overige leden van het leidinggevende comité. De gemiddelde vergoedingen liggen weliswaar hoger doch de verschillen met de mediaanbedragen blijven veel kleiner dan bij deze van de CEO. Slechts de bonus van een aantal leden van comités van Bel mid en Bel small vennootschappen ligt hoger waardoor deze gemiddelden boven de mediaanbedragen uitsteken. De resultaten zijn terug te vinden in figuur 13.

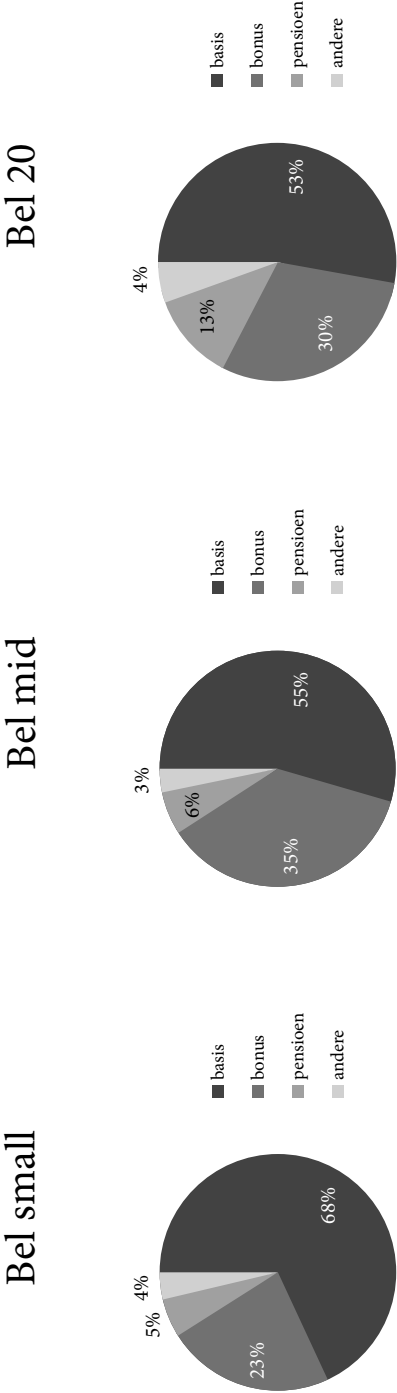
Figuur 13: Gemiddeld bedrag van het basisremuneratiepakket van een lid van de leiding

E. Relatieve vergoeding

Naar analogie met de weergave van de vergoeding van de CEO hebben we in figuur 14 de onderlinge verhouding van de verschillende onderdelen van het remuneratiepakket van een lid van het leidinggevende orgaan. Zoals kon worden verwacht is het aandeel van de variabele bezoldiging bij grote vennootschappen aanzienlijk groter dan bij kleine vennootschappen. In Bel small vennootschappen bestaat het totale bezoldigingspakket voor bijna 70% uit een (vaste) basisbezoldiging terwijl dit bij de Bel mid en de Bel 20 vennootschappen slechts iets meer dan de helft is. De korte termijnbonus staat in voor ongeveer 1/3 van de remuneratie bij Bel mid en Bel 20 bedrijven en voor minder dan 1/4 bij de Bel small vennootschappen. Zoals voor de CEO ligt het relatieve aandeel van de pensioenvergoeding voor de leiding van de Bel 20 vennootschappen aanzienlijk hoger dan bij de andere vennootschappen. Ruim 13% van het vergoedingspakket vloeit naar deze rechten terwijl dit bij de leiding van de andere types vennootschappen maar ongeveer 5% van het totale pakket uitmaakt. De overige vergoeding is relatief even groot ongeacht het type van vennootschap.

In vergelijking met de bonus van de CEO ligt de korte termijn bonus van de overige leden van het leidinggevend comité relatief lager bij de Bel 20 en de Bel mid vennootschappen. Dit is evenwel niet het geval bij de leiding van de Bel small vennootschappen. Bij dit type vennootschappen ligt het basispakket relatief lager bij de CEO dan bij de overige leden van het leidinggevend comité. De verschillen zijn evenwel bescheiden en lijken ook beïnvloed door de andere samenstelling van de populatie. Immers zitten in de analyse van de mediaanvergoeding van een lid van het leidinggevend comité ook de resultaten van de vennootschappen die geen opsplitsing maken tussen het globale bedrag dat de CEO ontvangt en datgene dat de overige leden ontvangen. Gelet op de geringe aantallen waarvoor informatie voorhanden is, is het niet mogelijk relevante conclusies te trekken uit een verdere opsplitsing van de gegevens.

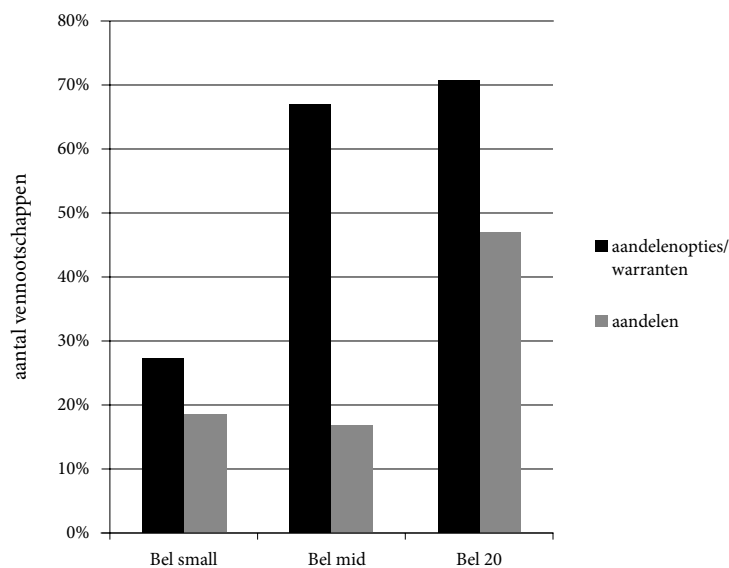
Figuur 14: Relatieve samenstelling van het bezoldigingspakket van een lid van het leidinggevend comité (exclusief optie- en aandelengerelateerde vergoedingen)



F. Lange termijn vergoeding

Ook bij de leden van het leidinggevend comité is een variabele lange termijn vergoeding gerelateerd aan (opties op) aandelen ingeburgerd. Ruim twee derden van de Bel mid en Bel 20 vennootschappen verstrekken opties op aandelen aan deze leden (figuur 15). Bij de Bel small vennootschappen is het gebruik minder verspreid: ongeveer één Bel small vennootschap op vier geeft haar leden van het leidinggevend comité opties op aandelen. Aandelenvergoedingen zijn minder ingeburgerd. Bijna de helft van de Bel 20 vennootschappen geeft aandelen aan de leden van het directie- of managementcomité. Bij de andere categorieën van vennootschappen is dit slechts in minder dan één vennootschap op vijf het geval. Ook voor dit deel van het onderzoek geldt dat de expliciete informatieontsluiting gering is. Dit houdt in dat vele vennootschappen geen melding maken van het gebruik van (opties op) aandelen waaruit wellicht – doch niet zeker – kan afgeleid worden dat deze vennootschappen geen (opties op) aandelen toekennen.

Figuur 15: Toekenning van (opties op) aandelen aan leden van het leidinggevend comité

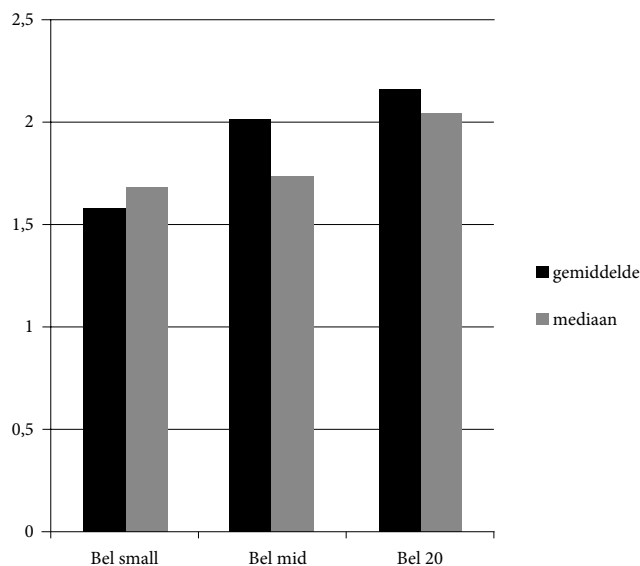


G. Verhouding totale vergoeding CEO en een lid van het leidinggevend comité

De duiding van het basisremuneratiepakket van een lid van het leidinggevend comité laat toe het pakket in verhouding te plaatsen tot dit van de CEO. Figuur 16 geeft de resultaten van deze analyse weer. De CEO verdient gemiddeld 1,6 bij de kleine tot 2,2 keer zoveel als een ander lid van het leidinggevend comité. De mediaanverhoudingen liggen bij de middelgrote en grote vennootschappen lager. Opmerkelijk is het groeiende verschil naarmate de vennootschappen in omvang

toenemen. Dit is te wijten aan de ontstentenis van CEO's die hun mandaat pro bono uitoefenen. Bij de Bel 20 vennootschappen ontvangt slechts één CEO iets minder dan het gemiddelde vergoedingspakket van de overige leden van het leidinggevend comité. Bij de andere vennootschappen komt dit fenomeen vaker terug. De hoogste waarden zijn terug te vinden bij de middelgrote vennootschappen. In één middelgrote vennootschap met de uitzonderlijke structuur van drie CEO's en twee overige leden in het leidinggevend comité ligt de gemiddelde vergoeding van de individuele CEO ruim zes keer hoger dan deze van een overig lid. Bij drie andere vennootschappen, één Bel 20 vennootschap en twee middelgrote vennootschappen ligt de verhouding van de bezoldiging van de CEO tot dit van een andere lid van het comité op meer dan vier.

Figuur 16: Verhouding bezoldiging CEO tot een ander lid van het leidinggevend comité



H. *Vergelijking directiecomité en andere comité*

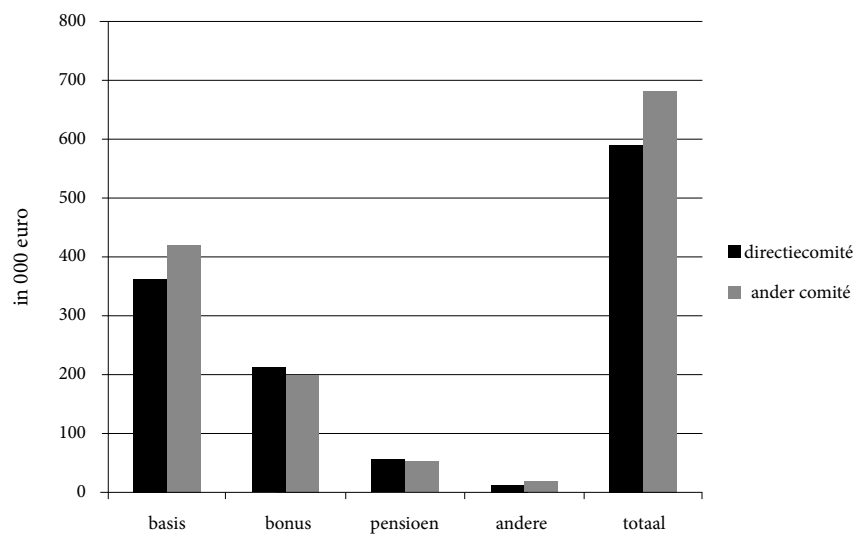
Boven kwam aan bod dat iets minder dan 25% van de vennootschappen een directiecomité in overeenstemming met artikel 524bis W. Venn. heeft ingericht. De inrichting van dergelijk comité betekent een aanzienlijke verschuiving van bevoegdheden van de raad van bestuur naar het directiecomité. Dit is veel minder het geval wanneer een managementcomité wordt ingericht. Dit laatste staat normaliter de CEO bij de uitoefening van zijn dagelijks bestuur bij. Bovendien heeft het Hof van Cassatie in 2009¹⁰ de omvang van de bevoegdheid van dit dagelijks

¹⁰ Cass. 26 februari 2009, *JLMB* 2010, 154; *JDSC* 2010, 59, noot M. COIPEL; *RW* 2009-10, 1129, noot W. GOOSSENS, B. CAFMEYER; *RDC* 2009, 948, noot E. POTTIER, A. BERTRAND; *RDC* 2010 (HAEX, D.); *TRV* 2009, 444, noot C. CLOTTENS.

bestuur aanzienlijk uitgehold. Gelet op de onderscheiden taken van het directiecomité enerzijds en het “management” of “executive” comité anderzijds mag worden verwacht dat de vergoeding van dit comité aanzienlijk hoger ligt in geval het comité daadwerkelijk de taken uitoefent zoals deze zijn vastgelegd in artikel 524bis W. Venn. en lager wanneer de taken zich beperken tot (de bijstand van de CEO voor) het dagelijks bestuur overeenkomstig artikel 525 W. Venn. De twee onderstaande figuren geven inzicht in de samenstelling en omvang van de vergoedingspakketten voor de twee onderscheiden groepen (figuur 16 en 17).

Wat de vergoeding van de CEO betreft blijkt zijn bezoldiging hoger te liggen wanneer hij voorzitter is van een management comité dat juridisch het dagelijks bestuur uitoefent dan wanneer hij voorzitter is van het directiecomité. Hoewel het verschil in totale bezoldiging bijna 100.000 euro bedraagt, zijn de resultaten niet significant verschillend gelet op het gering aantal waarnemingen.

Figuur 17: Samenstelling en de mediaanomvang van het bezoldigingspakket van de voorzitter van het directiecomité en de voorzitter van een ander leidinggevend comité

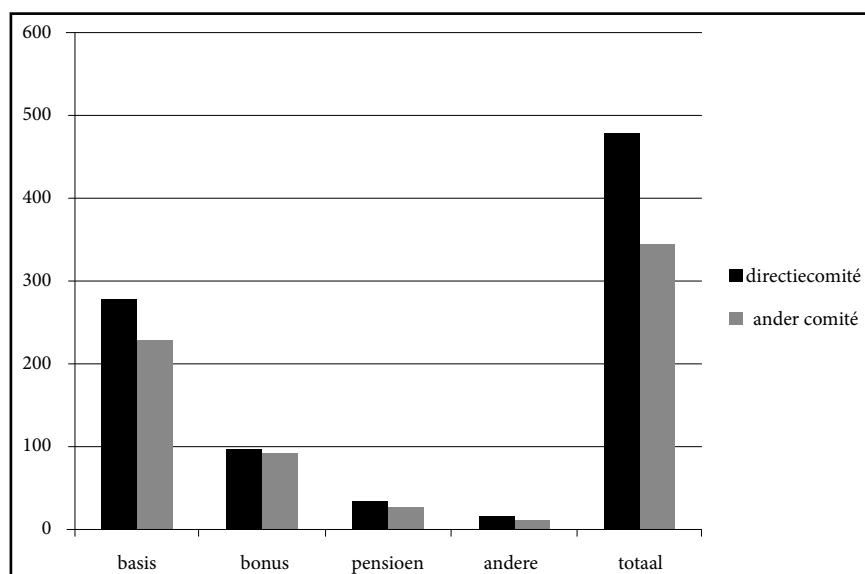


Wat de bezoldiging van de overige leden van het leidinggevend comité betreft is de situatie omgekeerd. Zoals kon worden verwacht, verdient een lid van een directiecomité meer dan een lid van een managementcomité. Dit totale verschil is aanzienlijk. Ook hier geldt dat het aantal waarnemingen waarop de uitkomst berust (te) beperkt om significante verschillen te melden.

Over het algemeen kunnen we besluiten dat de juridische kwalificatie van het leidinggevend comité geen grote rol speelt in de omvang van de bezoldiging van

zijn leden. Dit mag juridisch weinig consequent zijn, in de geglobaliseerde wereld van het leiden van de onderneming speelt de feitelijke invulling van de positie van de CEO en de hem toegedichte competenties wellicht een grotere rol dan de nationale afbakening van de bevoegdheden van deze CEO (en het comité of orgaan waarvan hij de primus inter pares is).

Figuur 18: Samenstelling en de mediaanomvang van het bezoldigingspakket van een gewoon lid van het directiecomité en een gewoon lid van een ander leidinggevend comité



CONCLUSIE

Deze bijdrage heeft tot doel inzicht te verschaffen in de componenten van het bezoldigingspakket van de CEO en de leden van het leidinggevend comité van Belgische beursgenoteerde vennootschappen.

De informatieontsluiting van de bezoldiging van CEO en andere leidinggevendenden de laatste jaren aanzienlijk toegenomen doch het dient vastgesteld dat nog aanzienlijke vooruitgang kan worden geboekt, in het bijzonder bij kleine en middelgrote vennootschappen. Het nieuwe wettelijke kader zal hieraan wellicht (ten dele) verhelpen.

De beschikbare gegevens geven aan dat een vergoedingspakket van een CEO bestaande uit de basisvergoeding, de bonus, de pensioenrechten en andere voordelen hem ruim 1,25 miljoen euro opleveren bij een Bel 20 vennootschap, net geen 700.000 euro bij een Bel mid onderneming en 356.000 euro bij een Bel small ven-

nootschap. De vergoedingen van de andere leden van het leidinggevend comité liggen aanzienlijk lager dan deze van de CEO: 275.000 euro voor een Bel smal leidinggevend comitélid, 380.000 voor een Bel mid lid en ruim 800.000 voor een Bel 20 lid. Kleinere vennootschappen betalen een groter deel als vaste vergoeding uit. Bovenop deze bedragen komt bij een meerderheid van de leden van het leidinggevend comité ook opties en bij een minderheid aandelen. Het maakt hierbij geen verschil uit of dit comité als een directiecomité met ruime wettelijke bevoegdheden is ingericht dan wel als een managementcomité dat de CEO bijstaat in de uitoefening van zijn taken van dagelijks bestuur. Ook kwam tot uiting dat er tussen de vennootschappen zeer grote verschillen bestaan die wellicht verband houden met vele ondernemingsgebonden criteria en opties.

Wij zijn ervan overtuigd dat deze bijdrage meer inzicht verstrekt in de bezoldiging van de leiding van vennootschappen en het debat over de remuneratie van de bedrijfsleiding meer diepgang kan verstrekken.

Bijlage 1: Lijst van Bel 20, Bel mid en Bel small bedrijven

Bel small	Bel mid	Bel 20
ATENOR GROUP (D)	ABLYNX (D)	AB INBEV
BANIMMO A (D)	AEDIFICA	ACKERMANS V.HAAREN
DEVGEN	AGFA-GEVAERT	AGEAS (EX-FORTIS)
DUVEL MOORTGAT	ARSEUS (D)	BEFIMMO-SICAFI
HAMON	BARCO	BEKAERT (D)
HOME INV.BELG-SIFI	BQUE NAT. BELGIQUE	BELGACOM
I.R.I.S GROUP	BREDERODE	COFINIMMO-SICAFI
IBA (D)	CFE (D)	COLRUYT (D)
IMMOBEL	CIE BOIS SAUVAGE	DELHAIZE GROUP
INTERV.RETAIL-SIFI	CMB	DEXIA
JENSEN-GROUP	DECEUNINCK	GBL
LEASINVEST-SICAFI	D'IETEREN (D)	GDF SUEZ
LOTUS BAKERIES	ECONOCOM GROUP	KBC
MDXHEALTH	ELIA	MOBISTAR
MONTEA C.V.A.	EURONAV	NYRSTAR (D)
OPTION (D)	EVS BROADC.EQUIPM.	OMEGA PHARMA
PICANOL	EXMAR	SOLVAY
PINGUINLUTOSA	GALAPAGOS	TELENET GROUP

Bel small	Bel mid	Bel 20
PUNCH INT.	GIMV	UCB
<i>QUESTFOR GR-PRICAF</i>	INTERVEST OFFICES	UMICORE (D)
REALDOLMEN (D)	KINEPOLIS GROUP	
RENTABILIWEB (D)	MELEXIS (D)	
RESILUX	RECTICEL	
ROSIER	RETAIL EST.-SICAFI	
ROULARTA	RHJ INTERNATIONAL	
SAPEC	<i>RTL group</i>	
SIOEN	SIPEF (D)	
SOFTIMAT	SOFINA	
SPECTOR	TESSENDERLO	
TER BEKE	THROMBOGENICS	
TIGENIX (D)	VAN DE VELDE	
TRANSICS INT.	<i>WDP-SICAFI</i>	
VPK PACKAGING		
<i>WERELDHAV B-SICAFI</i>		
ZETES INDUSTRIES		

Italic: niet weerhouden in de analyse